

立論：去槓桿手術的陣痛

11,069

32



AA

■海航成功出售兩幅啟德地皮予恒地。資料圖片



周二有兩單新聞引起了筆者的注意。第一單是海航成功出售兩幅啟德地皮予恒地（012），第二單是安邦計劃出售紐約華爾道夫酒店。有留意海航及安邦財政狀況的讀者，應該不會對消息感到意外。不意外是一回事，兩單被迫減價的消息幾乎同步出現，看來並非巧合，而是在隱晦地，向懂得解讀新聞的讀者透露了一些重大案情的線索。

早於上月初，國內A股早已在鬧錢荒，數百家將股份抵押予證券行的上市公司，其大股東及管理層先後遭債權人call孖展。自2月初開始，隨着斬倉的新聞增多，A股跌停板的中小企股份數量亦逐步由100多家增至數百家之多。

上述海航及安邦兩家負債纍纍的國內巨企多次傳出再融資困難，昨日終於在不情願的情況下，海航將啟德兩幅地皮出售，而安邦出售紐約華爾道夫酒店的新聞，相信亦是空穴來風，絕非無因。再與上述多家A股大股東被call孖展的新聞拍在一起，讀者至此或已能自行梳理出一條紋路了。

自2015年開始，中國政府正逐步落實「三去一降一補」（去產能、去庫存、去槓桿、降成本及補短板）政策。至今為止，多個產能過剩的行業（如造紙、玻璃、鋼鐵、水泥等），去產能及去庫存已全線落實，相關的措施雖然對去槓桿有間接的幫助，但始終大陸企業的總債務佔GDP的比率仍然太高。要加快企業去槓桿，期望能完全無痛地動這次手術，恐怕是天方夜譚。

剛性兌付承諾或成絕響

假如陣痛必定會發生的話，則長痛不如短痛。因此，大陸今次自我設計的去槓桿手術，即使是一服對症下藥的妙方，亦難免對市場造成若干短暫的副作用，

剛性兌付承諾或成絕響

假如陣痛必定會發生的話，則長痛不如短痛。因此，大陸今次自我設計的去槓桿手術，即使是一服對症下藥的妙方，亦難免對市場造成若干短暫的副作用，包括一些債務過重的企業可能倒閉、債權人被迫接受延期還款以至減債（hair cut）等重組方案。總之，過往由大型國企銀行暗啞底硬啃呆壞賬的「剛性兌付」承諾，亦有可能成為絕響。

假如今次北京是「來真的」，認真處理大型國企及地方政府債務過高的問題，其對市場的衝擊，或高於近期美國因為投機者對賭XIV輸清光而被迫拆倉的風險。

作為一個樂天派，我的確是相信，兩天過後一定會天晴，而且好彩的話，還有機會見彩虹。只是，做手術不可能沒有陣痛，何況去槓桿是大手術。

去年底至今年初，多家股價及銷售表現亮麗的內房股，都不約而同地在高位配售新股融資。一方面，這批債務超重的內房股是有實際需要增資，但亦不排除他們當中，或有人事前聞到一陣國家政策轉向的味道，而未雨綢繆。

我不過是一介草民，以上當然都不過是筆者個人的猜測。不過，周二海航及安邦兩單新聞實在很難不引人暇思。畢竟過去兩年港股累計升幅已不少，即使現價蝕章減磅，賺少一點買個保險，亦未嘗不可。

林少陽

以立投資董事總經理

本欄逢周三刊出 🍓